

Ιούλιος 2008

Real Options: Πλοήγηση στην Απόκρυψη Αξίας



Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (*)

Τα Real Options εξακολουθούν να αποτελούν σήμερα μία έμμεση και άκρως εξειδικευμένη οδό στην ανακάλυψη και ανάδειξη επιχειρηματικής αξίας μέσα στο διεθνοποιημένο και πολύπλοκο περιβάλλον των αγορών κεφαλαίου και χρήματος. Στην πραγματικότητα αποτελούν προϊόντα τα οποία εμπεριέχονται σε δεκάδες μετοχές εταιριών ανά τον κόσμο, αλλά πιθανώς δεν έχουν ακόμη εκτιμηθεί και αξιολογηθεί από τις αντίστοιχες εταιρίες που τα κατέχουν.

Τα real options είναι δικαιώματα προτίμησης που παρέχουν στον κάτοχό τους τη διακριτική ευχέρεια να αξιοποιήσει πραγματικές επενδυτικές ευκαιρίες σε αντίθεση με τα συνήθη -χρηματοοικονομικά- δικαιώματα προτίμησης (stock options ή financial options) που διαπραγματεύονται στα οργανωμένα χρηματιστήρια χρεογράφων. Αποτελούν με άλλα λόγια επενδυτικές ευκαιρίες που αφορούν υπαρκτά περιουσιακά στοιχεία τα οποία θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν στο μέλλον και να διασφαλίσουν στον κάτοχο και επενδυτή τους μια σειρά από ετήσια έσοδα υπό τη μορφή ταμειακών ροών.

Είναι φανερό ότι εάν οι επιχειρήσεις αντιληφθούν τα πραγματικά δικαιώματα προτίμησης - real options - που κατέχουν και χρησιμοποιήσουν ανεπτυγμένες μεθοδολογίες και τεχνικές για να τα τιμολογήσουν, τότε η ίδια η αξία των επιχειρήσεων αυτών μπορεί να αποτιμηθεί καλύτερα (με μεγαλύτερη διαφάνεια) ή και να βελτιωθεί. Με τον ίδιο τρόπο μπορεί να μετρηθεί αποτελεσματικότερα ο ίδιος ο επιχειρηματικός κίνδυνος και σε κάποιες ειδικές περιπτώσεις οι υποκείμενες επιχειρήσεις να αναχαιτίσουν εγκαίρως αυτούς τους κινδύνους τους. Στις αγγλοσαξονικές οικονομίες, τα real options χρησιμοποιούνται με μεγάλη συχνότητα στο στρατηγικό σχεδιασμό μιας επιχείρησης όπου απώτερος στόχος είναι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους.

Παραδείγματα Real Options

Πραγματικό δικαίωμα προτίμησης μπορεί να αποτελεί η κατοχή ενός κενού οικοπέδου από μία επιχείρηση, το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί στο μέλλον με σκοπό τη δημιουργία ενός ακινήτου που θα δημιουργήσει μελλοντικές ταμειακές ροές για την εν λόγω επιχείρηση.

Επίσης αποτελεί η κατοχή μιας πατέντας ή ευρεσιτεχνίας η οποία επιτρέπει στην επιχείρηση να εισέλθει σε μία νέα αγορά στο μέλλον και να αντλήσει έσοδα, άρα να δημιουργήσει πρόσθετη αξία για τους μετόχους της.

Στην οικονομία των Η.Π.Α. παρατηρείται το λεγόμενο contractual option όπου για παράδειγμα μια αεροπορική εταιρία κατέχει το δικαίωμα προτίμησης παραλαβής ενός αεροσκάφους σε προκαθορισμένη τιμή αλλά σε χρόνο που η ίδια θα επιλέξει ακόμη και με τη δυνατότητα να μην αγοράσει τελικά το εν λόγω αεροσκάφος.

Μια επιχείρηση μπορεί να αναπτύσσει real options, όπως για παράδειγμα μια φαρμακευτική εταιρία η οποία δαπανά σημαντικά κεφάλαια στην ανάπτυξη ενός νέου φαρμάκου το οποίο ενδέχεται να δημιουργήσει έσοδα για το μέλλον. Η ανάπτυξη ενός νέου φαρμάκου μπορεί να απαιτήσει αρκετά χρόνια και αρκετά διαφορετικά στάδια, σε καθένα από τα οποία η επιχείρηση καλείται να αποτιμήσει το κόστος και το μελλοντικό όφελος (εάν για παράδειγμα το real option είναι in the money ή out of the money) και συνεπώς να επιλέξει εάν θα συνεχίσει ή όχι το εγχείρημά της.

Ένα real option μπορεί επίσης να προέλθει από την ύπαρξη ενός ευέλικτου παραγωγικού μηχανισμού σε μια βιομηχανία, σε μια εποχή που οι εταιρίες εκτιμούν ιδιαίτερα τη στρατηγική σημασία της ευελιξίας στην παραγωγή. Η ευελιξία στην παραγωγή σημαίνει ότι μια επιχείρηση δύναται να μεταθέσει την παραγωγή ενός συγκεκριμένου προϊόντικού μείγματος στο μέλλον ως να κατείχε ένα δικαίωμα προτίμησης που επιλέγει εάν θα το ασκήσει ή όχι. Αυτά είναι ίσως τα πιο δύσκολα ως προς την αποτίμησή τους options, τα οποία αποκαλούνται αρκετές φορές και ως compound rainbow options.

Μία ιδιόμορφη περίπτωση μπορεί να αποτελέσει η απόκτηση μιας μονάδας παραγωγής ενέργειας η οποία μπορεί να ανοίξει ή να κλείσει με σχετικά αμελητέο κόστος και διαθέτει πολύ υψηλό μεταβλητό κόστος λειτουργίας, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι η μονάδα αυτή θα χρησιμοποιείται από την επιχείρηση μόνο όταν η τιμή πώλησης ηλεκτρικής ενέργειας είναι πολύ υψηλή. Για κάθε ημέρα που η τιμή πώλησης της ενέργειας είναι πολύ υψηλή, θα συμφέρει η λειτουργία της μονάδας οπότε σε αυτήν την περίπτωση η ιδιοκτήτρια επιχείρηση θα είναι σαν να κατέχει ένα χαρτοφυλάκιο ημερήσιων real options. Εάν η μεταβλητότητα των τιμών ηλεκτρικής ενέργειας είναι υψηλή τότε – όπως άλλωστε θα συνέβαινε και στα financial options – η αξία αυτού του χαρτοφυλακίου real options θα είναι επίσης ιδιαίτερα υψηλή.

Μια παρόμοια λογική ισχύει και στην περίπτωση ενός χρυσορυχείου που έχει πολύ υψηλό κόστος λειτουργίας. Μπορεί αυτό το χρυσορυχείο να λειτουργεί με ζημία αλλά όσο η μεταβλητότητα των τιμών του χρυσού παραμένει ιδιαίτερα υψηλή τόσο περισσότερο συμφέρει η συνέχιση της λειτουργίας του. Σε αυτή την περίπτωση το real option θα είχε επίσης μεγάλη αξία.

Σε μία εταιρία ακινήτων, η κατοχή ενός real option μπορεί να σημαίνει ότι διαθέτει οικόπεδα σε στρατηγικές θέσεις, στα οποία μπορεί να κατασκευάσει ακίνητα επιλέγοντας το μείγμα της εμπορικής χρήσης, χρήσης γραφείων και οικιστικής χρήσης ανάλογα με τον κύκλο της αγοράς και των τιμών. Σε αυτήν την περίπτωση στο χαρτοφυλάκιο των ακινήτων της εμπεριέχεται ένα πραγματικό δικαίωμα προτίμησης - real option.

Οι Παράγοντες που Επηρεάζουν την Αξία των Real Options

Όσο μεγαλύτερη είναι η αξία ενός real option για μια επιχείρηση τόσο μεγαλύτερη είναι και η αξία για την ίδια την επιχείρηση. Ο βασικότερος ίσως παράγοντας που προσδιορίζει

την αξία ενός real option είναι το λεγόμενο timing δηλαδή η χρονική στιγμή στην οποία θα εξασκηθεί η συγκεκριμένη δυνατότητα υλοποίησης της επένδυσης και ανάπτυξης των εσόδων / αύξησης κερδοφορίας της αντίστοιχης εταιρίας. Το timing έχει όμως πολλές οπτικές γωνίες όσον αφορά στην αξία ενός real option. Για παράδειγμα, ένα σημαντικό μέρος της αξίας προέρχεται από τη δυνατότητα που προσφέρεται στον κάτοχο του real option να επιλέξει ο ίδιος την κατάλληλη χρονική στιγμή εξάσκησης του ή να καθυστερήσει τελικά την εξάσκηση του περιμένοντας μία ευνοϊκότερη συγκυρία στο μέλλον. Το γεγονός αυτό από μόνο του – σε αντίθεση με τα financial options – προσθέτει μεγαλύτερη αξία στα real options.

Επίσης καθοριστικός παράγοντας στην αξία ενός real option είναι η επίλυση όλων των παραμέτρων αβεβαιότητας. Ας υποθεθεί ότι μία εταιρία διαθέτει μια ανεκμετάλλευτη πετρελαιοπηγή η οποία αποτελεί ένα real option, η αξία του οποίου θα αυξάνεται σε περιόδους υψηλών τιμών πετρελαίου στην αγορά. Όμως εάν η εταιρία δεν γνωρίζει τα πραγματικά αποθέματα της πετρελαιοπηγής και δεν έχει διαμορφώσει μια ανταγωνιστική στρατηγική κόστους εξόρυξης, τότε η αξία του real option θα είναι πολύ χαμηλότερη ακριβώς λόγω της αβεβαιότητας που υπάρχει για αυτές τις παραμέτρους.

Σε αρκετές περιπτώσεις, μια εταιρία για να επιλύσει τέτοιους παράγοντες αβεβαιότητας χρειάζεται να επενδύσει σε έρευνα και ανάπτυξη ή και στην απόκτηση της σχετικής πληροφορίας μέσω της οποίας αίρονται, ή τελικά δεν αίρονται, οι όποιες αβεβαιότητες. Θα πρέπει συνεπώς να αξιολογήσει εάν το κόστος της έρευνας και ανάπτυξης ή της απόκτησης της σχετικής πληροφορίας επικαλύπτεται από την αξία που έχει δημιουργηθεί στο real option ή στην ίδια την επιχείρηση. Όμως δεν αρκεί μόνο αυτό καθώς μια τέτοια απόπειρα ενέχει τον κίνδυνο το αποτέλεσμα της έρευνας και ανάπτυξης ή της σχετικής πληροφορία που θα αποκτηθεί να μην ευνοούν τελικά το στρατηγικό σχεδιασμό της εταιρίας και με τον τρόπο αυτό όλο το κόστος να υφίσταται χωρίς κανένα θετικό αποτέλεσμα.

Η αξία ενός real option επηρεάζεται τέλος και από τον αριθμό των ιδιοκτητών του. Για παράδειγμα, οι πάροχοι κινητής τηλεφωνίας που δραστηριοποιούνται σε μια αγορά ενδεχομένως να έχουν την υποδομή και την τεχνογνωσία για να εισέλθουν στη σταθερή τηλεφωνία ή στην παροχή υπηρεσιών Internet αλλά ακόμη να μην το έχουν κάνει για διαφορετικούς στρατηγικούς λόγους. Όλοι αυτοί οι πάροχοι έχουν στη διάθεσή τους ένα real option το οποίο μπορούν να εξασκήσουν ανά πάσα χρονική στιγμή στο μέλλον. Αυτός που θα το πράξει πρώτος, με καλύτερο timing και με επάρκεια υποδομής ίσως να μεγιστοποιήσει την αξία για την επιχείρησή του. Όμως η αξία αυτού του real option θα είναι μικρότερη καθώς στην ουσία «μοιράζεται» και από άλλους χρήστες της ίδιας επιχειρηματικής δυνατότητας.

Χαρακτηριστικά των Real Options

- Ευέλικτοι μηχανισμοί αξιοποίησης επενδυτικών ευκαιριών στο μέλλον
- Προσφέρουν τη δυνατότητα ανάπτυξης της κερδοφορίας μιας εταιρίας
- Πολυπλοκότερα στην αποτίμησή τους σε σύγκριση με τα financial options
- Εμπεριέχουν πολλά και διαφορετικά σενάρια ανάδειξης εταιρικής αξίας

(*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

Value Invest - www.valueinvest.gr
 Investment Research & Analysis Journal - www.iraj.gr

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερα δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υποψήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίστηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.
